

	Página
Economia global	
A arte do “muddle-through”	3
<i>Em 2013, cerca de 19 milhões de trabalhadores da zona do euro estarão desempregados — 6 milhões a mais do que antes da crise. Será um desafio político, um peso sobre as contas públicas, e o verdadeiro teste para o nosso cenário de “muddling-through”</i>	
Brasil	
Devagar e para a frente	6
<i>A economia continua fraca, mas não parece estar enfraquecendo mais. Com juros em queda e gasto público em alta, o Brasil deve voltar a crescer em 2012, especialmente no segundo semestre.</i>	
Argentina	
Mais Controles, Menos Crescimento	9
<i>O saldo comercial e as reservas internacionais devem ficar mais altos por agora, à custa de crescimento e inflação.</i>	
México	
Adiando a redução dos juros	11
<i>A ata da reunião de política monetária de dezembro revelou um banco central menos inclinado a cortes.</i>	
Chile	
Uma difícil decisão de juros	13
<i>A demanda doméstica continua forte e a inflação surpreendeu para cima em dezembro. O banco central está focado nos riscos globais e provavelmente vai cortar o juro básico.</i>	
Peru	
Quebrando impasses	14
<i>A troca de gabinete pode ajudar os investimentos. A economia desacelera, mas não a ponto de justificar cortes de juros já.</i>	
Colômbia	
Ainda crescendo forte	16
<i>O forte crescimento e a inflação elevada podem levar o banco central a manter os juros inalterados durante este ano</i>	

Pesquisa macroeconômica no Itaú

Ilan Goldfajn – Economista-Chefe

Artur Passos
Adriano Lopes
Aurelio Bicalho
Caio Megale
Darwin Dib
Felipe Salles

Giovanna Siniscalchi
Guilherme da Nóbrega
Guilherme Martins
Ítalo Franca
Luiz G. Cherman
Laura Haralyi

Luka Barbosa
João Pedro Bumachar
Juan Carlos Barboza
Mauricio Oreng
Natasha Daher
Roberto Prado

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<http://www.itaubba-pt/pesquisa-economica/analises-economicas/>

Nova Esperança, Velhos Desafios

Resoluções de Ano Novo são um hábito tão antigo quanto o de marcar a passagem do tempo. Promessas indicam esperança e envolvem sacrifícios. Nem sempre são cumpridas, como bem sabemos.

Alguns dias antes do fim do ano, o Banco Central Europeu acenou com uma linha de liquidez de três anos para os bancos, um paliativo importante em um ano que começa sob o signo das promessas de ajuste fiscal. Serão cumpridas?

Veremos. A recessão que se antevê para 2012 pode criar mais dois milhões de desempregados, aproximadamente, na zona do euro. Outros virão em 2013, quando serão 19 milhões, ou seis milhões a mais do que antes da crise. Lidar com a pressão política daí decorrente será o maior desafio europeu em 2012.

Questionado sobre a dureza deste ajuste, o presidente do BCE, Mario Draghi, respondeu com uma pergunta: “Há uma alternativa?”. Provavelmente, não. O ano de 2012 será crítico para o euro.

Mais encorajadores são os dados de atividade nos EUA, que vêm melhorando. E, na América Latina, algumas economias estão se saindo melhor do que o esperado diante da desaceleração global, principalmente Colômbia, mas também Chile, México e Peru. Em algumas, a inflação vem surpreendendo para cima. Quedas de juros têm sido adiadas.

A economia argentina desacelera enquanto o novo governo de Cristina Kirchner lida com uma agenda complexa: manter a inflação sob controle, em um quadro de piora do balanço de pagamentos.

Já o Brasil continua a crescer pouco, mas pelo menos a desaceleração parece ter sido estancada. Nesta edição, examinamos os caminhos da recuperação esperada para 2012, mercê de juros em queda e gasto público em alta.

Cordialmente,
Ilan Goldfajn e Equipe Macro

Revisão de Cenário									
Brasil				México					
2012		2013		2012		2013			
	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	
PIB - %	3,5	3,5	5,4	5,4	PIB - %	2,5	2,5	2,0	2,0
BRL / USD (dez)	1,75	1,75	1,75	1,75	MXN / USD (dez)	12,8	12,8	13,0	13,0
Taxa de Juros - (dez) - %	9,0	9,0	11,5	11,5	Taxa de Juros - (dez) - %	3,75	3,75	4,25	4,25
IPCA - %	5,2	5,2	5,6	5,2	IPC - %	3,7	3,7	3,5	3,5
Argentina				Chile					
2012		2013		2012		2013			
	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	
PIB - %	2,5	2,7	2,8	3,0	PIB - %	4,2	4,2	4,0	4,0
ARS / USD (dez)	4,90	5,00	5,70	5,75	CLP / USD (dez)	490	490	495	495
BADLAR - (dez) - %	22,0	22,0	24,0	24,0	Taxa de Juros - (dez) - %	3,75	3,75	4,50	4,50
IPC - % (Estimativas Privadas)	26,5	26,5	28,0	28,0	IPC - %	2,7	2,7	2,5	2,5
Colômbia				Peru					
2012		2013		2012		2013			
	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	<i>Atual</i>	<i>Anterior</i>	
PIB - %	4,4	4,3	4,2	4,2	PIB - %	5,0	5,0	5,2	5,2
COP / USD (dez)	1850	1850	1870	1870	PEN / USD (dez)	2,75	2,75	2,75	2,75
Taxa de Juros - (dez) - %	4,75	4,75	6,0	6,0	Taxa de Juros - (dez) - %	3,25	3,25	3,75	3,75
IPC - %	3,4	3,2	3,1	3,0	IPC - %	2,6	2,6	2,0	2,0

Economia global

A arte do “muddle-through”

Em 2013, cerca de 19 milhões de trabalhadores da zona do euro estarão desempregados — 6 milhões a mais do que antes da crise. Será um desafio político, um peso sobre as contas públicas, e o verdadeiro teste para o nosso cenário de “muddling-through”

FT: Mas esses programas de austeridade são muito duros. O sr. não acha que alguns países estão [...] aprisionados em dívidas?

Draghi: Você vê alguma alternativa?

(De uma entrevista do presidente do BCE Mario Draghi ao *Financial Times*, 14 de dezembro de 2011)

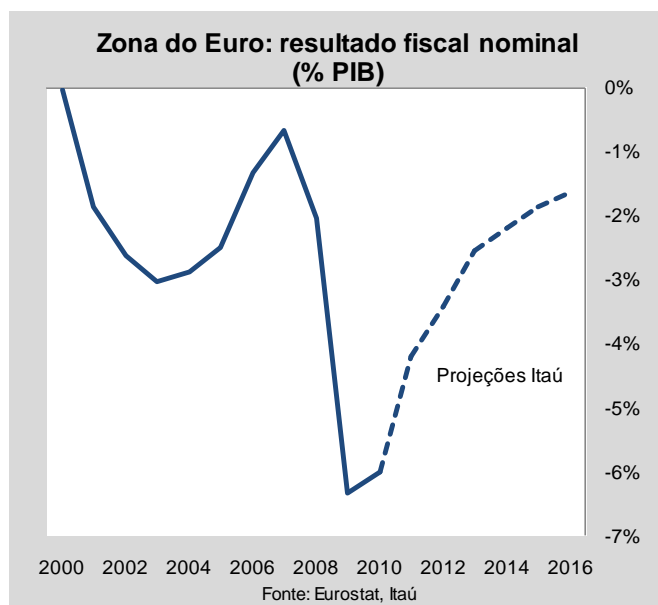
Nossa projeção para o crescimento global de 2012 ainda é 2,7%, o que inclui uma contração de 1,1% na Europa, uma desaceleração para 7,8% na China, e um crescimento modesto de 1,8% nos Estados Unidos. A provisão de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE) em dezembro permitirá que a zona do euro respire, mas a situação política do continente continuará difícil por causa do desemprego em alta.

O BCE estendeu a mão aos bancos em dezembro. Mais de 500 instituições tomaram um total de 489 bilhões de euros em empréstimos com prazo de três anos. Parte da munição foi usada para rolar linhas de curto prazo já existentes, mas pelo menos 200 bilhões de euros se tornaram fonte de financiamento “novo”, aumentando o volume das operações de mercado aberto do BCE em cerca de 20%.

Nada garante que mais financiamento fará com que os bancos comprem títulos dos países periféricos. O custo de financiamento de curto prazo caiu, como mostraram leilões de títulos na Itália e na Espanha. Mas o pessimismo sobre o ajuste fiscal continua a afetar os títulos mais longos. A oferta de títulos de dez anos pela Itália no final de dezembro foi recebida com frieza pelos mercados.

O principal efeito da ação do BCE foi reduzir preocupações sobre a liquidez do sistema, o que pode ajudar a Europa a atravessar o ano de 2012. Mas ainda é um programa provisório, não um resgate abrangente. O BCE rejeitou a compra direta de títulos. Não acreditamos que estejamos já num cenário de monetização (a que temos chamado de “BCE Renovado”).

Muddling Through

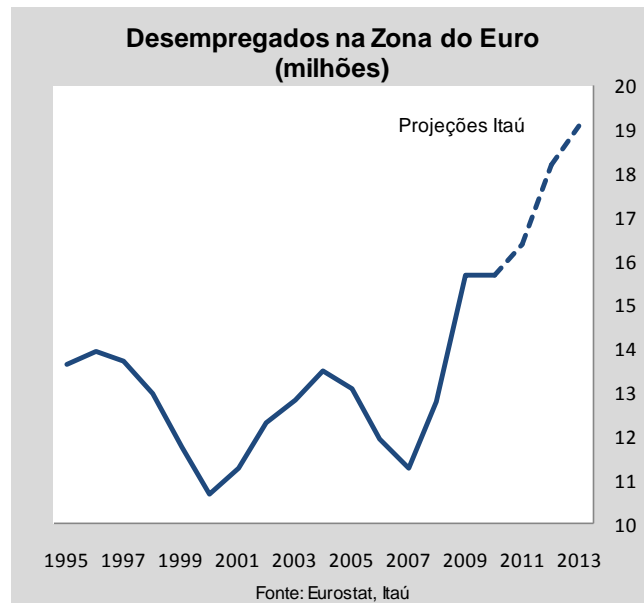


O dicionário *Webster* define “muddling through” como o ato de “atingir algum sucesso, sem um plano decisivo”. Esta é uma boa descrição do que está se passando na União Europeia. O BCE injeta liquidez e recua, enquanto os gestores da política econômica procuram resolver os problemas, lentamente e em um clima político difícil. Acreditamos que a ação do BCE fortaleceu nosso cenário base (“Muddle-Through”).

O “muddling” da Europa está acontecendo à beira de um abismo. Um acidente é uma possibilidade real, mas o fim não será necessariamente sombrio. A saída da crise pode envolver “muddling” até que mudanças mais fundamentais ocorram. A principal delas é a integração fiscal, e a austeridade fiscal é o caminho crítico.

O esforço não é pequeno. Juntos, os países da zona do euro registraram um déficit nominal de 6,3% do PIB em 2009. O déficit provavelmente caiu a 4,2% em 2011. Se seguir à risca o que está prometido, a região chegará a um déficit muito menor, ao redor de 1,6% do PIB, em 2016 (veja o gráfico).

O Desafio do Desemprego



Aperto fiscal significa baixo crescimento, alto desemprego, e dificuldade políticas. No final de 2013, estimamos que cerca de 19 milhões de trabalhadores na zona do euro estarão sem trabalho (veja o gráfico). De 1995 a 2007, esse número oscilou em torno de 12,5 milhões. Subiu rapidamente em 2009 para 15,7 milhões, e continua a subir.

O desemprego é um problema social, além de um peso sobre as contas públicas — eis por que a Europa precisa mais de reformas de longo prazo do que de paliativos.

Cinco países da zona do euro elegeram novo governo em 2011 (Itália, Espanha, Irlanda, Portugal e Grécia). Talvez esses novos líderes consigam gerir a crise e, ao

mesmo tempo, promover reformas. Será difícil. No seu discurso de Ano Novo, o presidente francês Nicolas Sarkozy — que enfrentará eleições em abril — descartou novas medidas de austeridade: seu foco agora é enfrentar o desemprego.

Tensões e dificuldades políticas serão inevitáveis. E, evidentemente, uma mudança no rumo dos eventos pode levar a Europa a um caminho que “nunca se sabe como termina”, para usar uma frase de Mario Draghi na mesma entrevista citada acima.

Do ponto de vista dos investidores, cada revés reduz confiança e aumenta o tamanho do ajuste fiscal considerado adequado. Olivier Blanchard, economista do FMI, escreveu recentemente que “os investidores são esquizofrênicos em relação à consolidação fiscal e ao crescimento”. Ou seja, aplaude os avanços fiscais, para em seguida lamentar o inevitável impacto sobre o crescimento.

Eis, enfim, a arte do “muddling through”: encontrar um fino equilíbrio entre agradar mercados e manter-se popular, e fazer este equilíbrio durar. “Solucionar a crise da dívida soberana é um processo [que] levará anos”, disse Angela Merkel no mês passado.

Vale notar, enfim, que o euro se enfraqueceu recentemente devido à expectativa de política monetária mais frouxa por parte do BCE. Um euro mais competitivo certamente ajudará o crescimento europeu em tempos de austeridade fiscal.

Em resumo, as linhas de liquidez do BCE reforçaram nosso cenário de “muddling-through”, reduzindo o risco de um cenário de ruptura. Elas não tornaram, entretanto, o “muddling through” uma tarefa fácil.

Estados Unidos e Ásia

Elevamos ligeiramente nossa projeção de crescimento dos Estados Unidos de 1,5% para 1,8%, depois que o Congresso aprovou a extensão, por dois meses, da redução de impostos sobre a folha de pagamento e de benefícios adicionais para os desempregados. A decisão em si aumenta a chance de que esses mecanismos sejam renovados além dos dois meses iniciais.

O prolongamento desses incentivos melhora o cenário de crescimento dos EUA em 2012, mas aumenta os riscos para 2013. Como nossas estimativas de crescimento ainda estão abaixo do que o Fed prevê, faz sentido esperar mais ações de estímulo adiante (afrouxamento quantitativo ou outra medida).

Nosso cenário para China não mudou: crescimento de 7,8% em 2012 (veja o quadro completo de projeções abaixo). No Japão, o ano-base usado nas contas nacionais mudou de 2000 para 2005, causando uma redução de 0,5 p.p. no crescimento do PIB em 2011. Por isso, reduzimos nossa projeção de 2011 para de -0,4% (de -0,9%), sem alterar 2012. Somando todos os fatores, nossa projeção para o crescimento mundial em 2012 permanece em 2,7%.

Commodities

Depois de tocar um piso no início de novembro, os preços das commodities voltam a subir na esteira de um aumento do apetite a risco. Acreditamos que os fundamentos tenham voltado a influenciar mais os preços. Em 2012, esperamos alta de 10% no Índice Itaú de Preços de Commodities — parcialmente compensando a queda de 18,7% em 2011 — e uma alta de 4% em 2013.

Uma recessão global ainda é o maior risco. A escassez de financiamento às exportações devido à crise europeia é outra preocupação.

A volta da tensão geopolítica ao Oriente Médio deverá manter os preços do petróleo altos ao longo de 2012. A Europa pode anunciar ainda neste mês um embargo ao petróleo iraniano. O Irã ameaça fechar o estreito de Hormuz, por onde passam 20% dos fluxos globais de petróleo. Apesar de ser baixa a chance de isso acontecer, a insegurança que paira sobre o comércio de petróleo deve manter os preços sob pressão.

Em uma medida com impacto direto sobre o Brasil, os EUA removeram o subsídio aos produtores de etanol, que já durava uma década. Crescem, assim, as possibilidades de comércio de biocombustíveis entre os dois países. Por fim, os preços de etanol no Brasil podem não subir, como é praxe, no período de entressafra: o governo estimulou a formação de estoques, e o grande volume importado dos EUA vai assegurar níveis confortáveis de oferta.

Projeções: Economia mundial

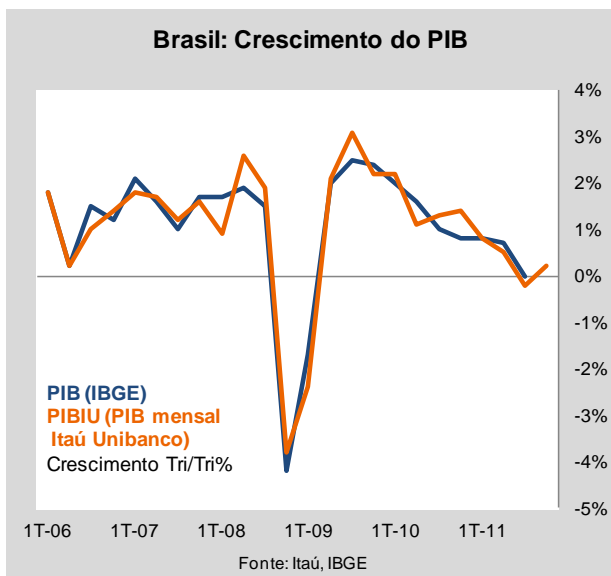
	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Economia mundial							
Crescimento do PIB Mundial - %	5,4	2,9	-0,5	5,0	3,7	2,7	3,2
EUA - %	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	1,8	1,5
Zona do Euro - %	3,0	0,3	-4,2	1,8	1,5	-1,1	0,3
Japão - %	2,2	-1,1	-5,5	4,5	-0,9	1,2	0,9
China - %	14,2	9,6	9,1	10,4	9,2	7,8	8,0
Taxas de juros e moedas							
Fed funds - %	4,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
USD/EUR - final de período	1,46	1,35	1,46	1,32	1,30	1,25	1,25
YEN/USD - final de período	112,5	91,3	90,0	83,3	76,9	75,0	75,0
Índice DXY*	76,7	81,3	77,9	79,0	80,2	79,5	79,5
Commodities							
Índice CRB - a/a - %	15,2	-25,7	35,4	21,9	-5,2	6,5	6,3
Índice CRB - var. média anual - %	19,3	6,3	-14,6	35,6	10,4	-7,5	6,6
ICI preços externos - a/a - %**	30,7	-32,9	44,8	28,4	-18,7	10,0	4,0
ICI preços externos - var. média anual - %**	20,0	14,6	-20,8	21,8	24,9	-9,8	4,1
Metais - var. média anual - %	37,0	-13,0	-25,3	29,4	12,2	-11,0	3,6
Energia - var. média anual - %	9,0	28,6	-39,4	21,0	31,4	-0,4	5,2
Agrícolas - var. média anual - %	18,2	25,3	-7,4	19,8	29,2	-10,2	3,8

* O DXY é um índice para o valor internacional do dólar americano, que mede seu desempenho em relação a uma cesta de moedas incluindo: euro, iene, libra, dólar canadense, franco suíço e coroa sueca. ** O Índice de Commodities Itaú - Preços Externos é um índice proprietário composto pelos preços das commodities, medidas em dólares e transacionadas nas bolsas internacionais, que são relevantes para a inflação brasileira ao consumidor. Ele é formado pelos sub-índices Metais, Energia e Agrícolas.
Fontes: FMI, Haver e Itaú.

Brasil

Devagar e para a frente

A economia continua fraca, mas não parece estar enfraquecendo mais. Com juros em queda e gasto público em alta, o Brasil deve voltar a crescer em 2012, especialmente no segundo semestre.



A economia brasileira continua fraca. Nossa projeção de crescimento para o quarto trimestre caiu para 0,2% (de 0,4%), mesmo com os dados melhores de novembro e dezembro. Como resultado, reduzimos nossa projeção para 2011 para 2,7% (de 2,8%).

Mantivemos o cenário básico para 2012: crescimento de 3,5%, inflação de 5,2%, dólar a 1,75 no final do ano. O cenário leva em conta políticas expansionistas ao longo do ano.

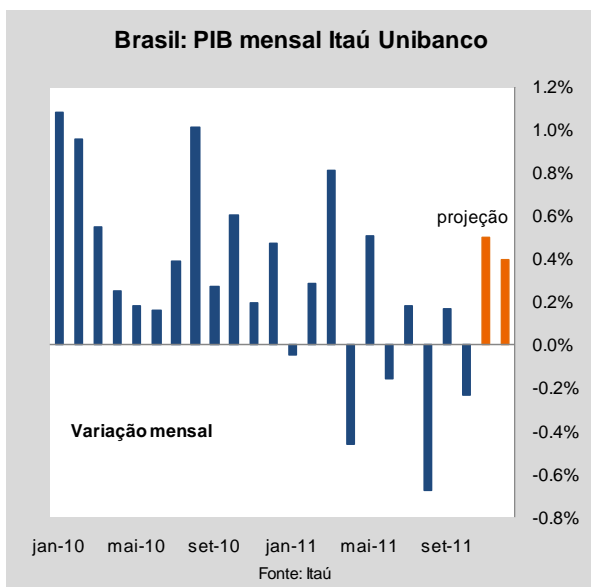
A elevação substancial do salário mínimo e a redução temporária do IPI para bens duráveis vão contribuir para o crescimento no primeiro trimestre. Mais adiante, o efeito dos juros menores e gastos públicos em alta ganhará tração, levando a economia a um pico de

crescimento no segundo semestre.

Nesse sentido, esperamos que o Banco Central reduza a Selic até 9,0% em quatro quedas consecutivas de 0,5 p.p. neste primeiro semestre. No entanto, reconhecemos que a sinalização mais cautelosa do BC e a possibilidade de que outros instrumentos sejam usados para estimular o crescimento podem levar a um ciclo mais curto.

Nem Tudo São Espinhos: Alguns Sinais Promissores

Após declinar por três meses, a produção industrial cresceu em novembro, apresentando uma expansão de 0,3%. O dado de dezembro ainda não foi publicado. Mas outros indicadores apontam para um crescimento forte no mês. A produção de veículos cresceu mais de 6%, o consumo de energia elétrica subiu 0,9% e a FGV detectou uma melhora na confiança do empresário industrial. De fato, a produção industrial pode ter crescido mais de 1% em dezembro (todos os números referem-se a séries com ajuste sazonal.).



Do lado do consumidor, também há melhora. Ou pelo menos não há piora. Os dados de novembro e dezembro devem mostrar recuperação nas vendas no varejo. O índice de confiança do consumidor da FGV subiu 0,5% em dezembro. Além disso, no começo do mês passado, o governo reduziu o IPI incidente sobre empréstimos ao consumidor e sobre a produção de alguns segmentos de bens duráveis. Algumas semanas antes, o Banco Central reduziu as exigências de capital nos empréstimos a pessoas físicas com prazo inferior a cinco anos.

O quarto trimestre parece ter se encerrado melhor do que começou: ainda fraco (como no terceiro), porém sem sinais de mais enfraquecimento.

Vale notar que a indústria permanece com os altos níveis de estoque. A Sondagem da FGV detectou que o percentual de empresas com estoques indesejados tem oscilado em torno do patamar mais alto dos últimos cinco anos (sem contar a alta forte pós-Lehmann).

Apesar desses pequenos progressos, reduzimos nossa projeção de crescimento no quarto trimestre de 0,4% para 0,2% (variação trimestral, com ajuste sazonal). Como resultado, reduzimos nossa projeção para 2011 para 2,7% (de 2,8%).

2012: A Recuperação da Economia

O cenário global que o Brasil enfrentará em 2012 é de baixo crescimento, porém sem ruptura. Neste cenário, o Brasil volta a crescer, principalmente no segundo semestre do ano.

Primeiros Estímulos: Salário Mínimo e IPI Mais Baixo

O novo salário mínimo de R\$ 622 começa já a valer a partir de janeiro. O IPI mais baixo para linha branca deve vigorar até março. Ambos são parte fundamental do crescimento do primeiro trimestre. Depois disso, o salário mínimo terá efeito residual, enquanto o efeito do IPI deve se tornar negativo (seu efeito é quase todo de antecipação das vendas).

Segundo nossas estimativas, o aumento do salário mínimo (mais precisamente, o aumento além do concedido no ano passado) vai adicionar 0,4 p.p. ao crescimento do primeiro trimestre, e 0,6 p.p. no total em 2012. Parte disso vem do efeito direto sobre aposentadorias, e parte do papel do salário mínimo como referência salarial na economia. Cerca de um quarto dos brasileiros – incluindo trabalhadores e pensionistas – tem renda igual a um salário mínimo, e muitos outros têm rendimentos de alguma forma vinculados a ele.

Quanto à redução do IPI, nossa estimativa é de um impacto em torno de 0,3 p.p. no primeiro trimestre. Descontada a redução de consumo após o fim da vigência do benefício, resta um impacto final de menos de 0,1 p.p. no crescimento de 2012.

Por outro lado, a desaceleração global ainda não foi inteiramente sentida no Brasil. Ela aparece na queda dos índices de confiança e no aumento dos estoques indesejados, mas ainda não nas exportações – de fato, o volume de exportações continua a subir. Estimamos crescimento de 0,8% para o PIB no primeiro trimestre de 2012.

Estímulos Principais: Juros e Gasto Público

Ao longo de todo o processo de recuperação do crescimento, juros mais baixos e gastos públicos mais altos terão papel fundamental. Ambos atuam com defasagens, cujo efeito sobre a economia acumula-se ao longo de alguns trimestres.

O Banco Central vem reduzindo a Selic desde outubro e provavelmente continuará a fazê-lo nos próximos meses. O gasto público deve se recuperar já a partir do primeiro trimestre. Sob o efeito desses dois fatores, o crescimento deve acelerar ao longo do ano, atingindo um ritmo superior a 5% anuais no segundo semestre.

Uma política fiscal mais expansionista é parte relevante do nosso cenário 2012. É de se esperar que ocorra?

O governo tem indicado que pretende acelerar o investimento público, e o salário mínimo certamente vai ampliar o gasto com aposentadorias e transferências. Porém, o governo também tem sinalizado que busca o cumprimento da meta cheia de superávit primário em 2012, o que sugere aperto nos gastos em outras áreas.

O governo deve trabalhar nessa direção. Aumentos para o funcionalismo, por exemplo, serão provavelmente contidos. Mesmo assim, a alta expressiva do salário mínimo tornará muito difícil repetir o padrão cauteloso de gasto de 2011. Nosso cenário assume que o gasto federal crescerá a um ritmo próximo da média dos últimos anos – ou seja, 8,5% real, em vez dos 3,5% de 2011.

Em resumo, a economia estagnou na segunda metade de 2011, mas deve voltar a crescer, desde que não sobrevenha uma ruptura global. Nossa projeção para crescimento do PIB em 2012 continua em 3,5%.

Inflação

A inflação deve continuar a ceder enquanto a economia ganha mais ritmo. Parte da queda vai refletir a nova ponderação da cesta de produtos do IPCA. Nossa projeção para o IPCA segue em 5,2%.

Por conta de uma mudança na oferta de etanol, os preços de combustíveis podem contribuir para uma inflação menor, e com menos oscilação sazonal, em 2012.

Até o ano passado, os produtores de açúcar e álcool costumavam não manter estoques para a entressafra. As importações eram ínfimas. Por isso, o preço do etanol começava a subir em janeiro, fazia um pico em torno de abril, e devolvia a alta daí em diante. Esse padrão foi bem visível em 2011.

No ano passado, por conta de condições favoráveis de preço, o Brasil importou uma quantidade considerável de etanol: 1,4 bilhão de litros, segundo dados oficiais, o que representa 7% da produção doméstica. O governo também criou uma linha de subsídio para incentivar a formação de estoques para a entressafra.

Agora, o etanol estocado deve tornar a oferta mais estável ao longo do ano. Além disso, as importações vão melhorar as condições de oferta, com possível impacto sobre a inflação de combustíveis em 2012.

Política Monetária

Nosso cenário para a Selic em 2012 não mudou. Ainda esperamos que o Banco Central reduza os juros para 9% em 2012, em mais quatro quedas de 0,50 p.p.

A curva de juros, no entanto, precifica queda para cerca de 10%, refletindo a visão de que o BC será mais cauteloso.

De fato, o relatório de inflação de dezembro repetiu a última ata: “ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012”. O relatório enfatizou ainda que o impacto do ciclo de corte é potente e defasado. No “cenário de mercado”, onde o BC toma por base o consenso dos analistas para a trajetória da Selic (que na publicação do relatório estava em 9,5% para 2012 e 10,5% para 2013.), o IPCA alcança 4,8% em 2012, e acelera para 5,3% em 2013. Qual será a reação do BC a esta inflação mais alta em 2013? Pode cortar menos os juros em 2012, subir mais em 2013, ou aceitar uma inflação mais alta agora e buscar a convergência à meta somente em 2014.

Acreditamos na segunda opção: o BC optará por cortar mais os juros no curto prazo para garantir a retomada da atividade, e em 2013 elevará a SELIC até 11,50% para reequilibrar a economia.

Se há um viés no relatório, ele é no sentido da cautela. Reconhecemos que o BC pode ser mais cauteloso do que antecipamos, especialmente caso outros instrumentos sejam utilizados para estimular a economia. Porém, acreditamos que o cenário externo pode ser mais adverso do que o esperado, levando a um crescimento ainda fraco em 2012. Nossa expectativa de que a Selic atinja 9% até meados do ano é fundamental para que a economia cresça 3,5% no ano.

Balança Comercial e a Taxa de Câmbio

Os preços um pouco mais altos de commodities em 2012 não vão ajudar de forma substancial a balança comercial. Reduzimos nossa projeção da balança comercial para US\$ 11 bilhões (de US\$ 15 bilhões). Em 2011, o saldo foi de US\$ 29,7 bilhões. O investimento estrangeiro direto provavelmente atingiu o elevado nível de US\$ 65 bilhões em 2011; nossa expectativa é de um volume semelhante em 2012, permitindo financiar um déficit em conta corrente que esperamos em torno de 3,2% do PIB.

Mantivemos nossa projeção para o dólar em R\$ 1,75 para o final de 2012. A tendência do euro é enfraquecer-se contra o dólar e, portanto, também em relação ao real.

Projeções: Brasil

(Para ver nossas projeções mensais de Brasil, [clique aqui](#))

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica							
Crescimento real do PIB - %	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	3,5	5,4
PIB nominal - BRL bi	2.661	3.032	3.239	3.770	4.155	4.541	5.043
PIB nominal - USD bi	1.367	1.651	1.626	2.142	2.480	2.558	2.882
PIB per capita - USD	7.427	8.871	8.629	11.228	12.891	13.186	14.739
Taxa de desemprego - média anual	9,3	7,9	8,1	6,6	6,1	6,5	6,2
Inflação							
IPCA - %	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,2	5,6
IGP-M - %	7,8	9,8	-1,7	11,3	5,1	4,5	5,0
Taxa de Juros							
Selic - final do ano - %	11,25	13,75	8,75	10,75	11,00	9,00	11,50
Balanço de Pagamentos							
BRL / USD - final de período	1,77	2,34	1,74	1,69	1,84	1,75	1,75
Balança comercial - USD bi	40	25	25	20	29,8	11,0	-3,2
Conta corrente - % PIB	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,0	-3,0	-3,8
Investimento estrangeiro direto - % PIB	2,5	2,7	1,6	2,3	2,4	2,5	2,5
Reservas internacionais - USD bi	180,3	193,8	238,5	287,9	352,0	414,0	441,0
Finanças Públicas							
Resultado primário - % do PIB	3,3	3,4	2,1	2,8	3,2	2,5	2,5
Resultado nominal - % do PIB	-2,7	-1,9	-3,3	-2,6	-2,7	-3,1	-3,0
Dívida pública líquida - % do PIB	45,1	38,4	42,8	40,4	37,8	36,9	35,1

Fontes: FMI, IBGE, BCB, Haver e Itaú.

Argentina

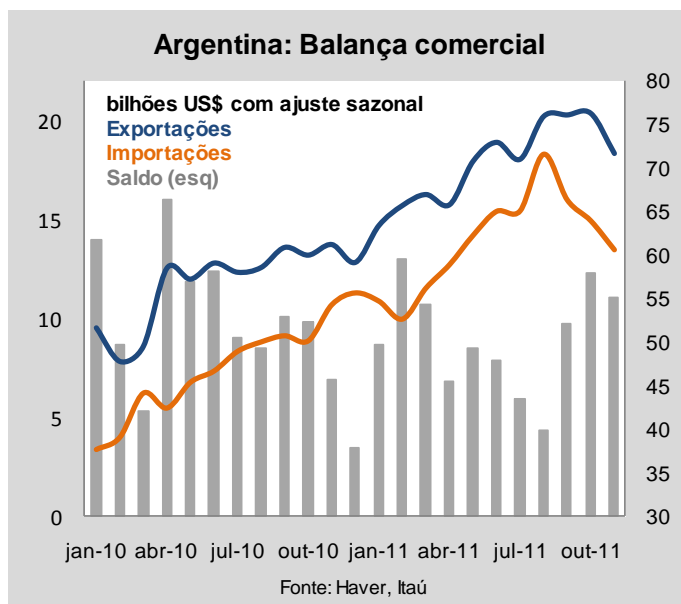
Mais Controles, Menos Crescimento

O saldo comercial e as reservas internacionais devem ficar mais altos por agora, à custa de crescimento e inflação.

A economia argentina continua a desacelerar, refletindo o crescimento mais baixo de seus principais parceiros comerciais, preços de commodities mais baixos, o fim de diversos subsídios, e os controles mais fortes no mercado de câmbio. O IGA, uma estimativa privada para o PIB mensal, cresceu a ritmo anualizado de 3,5% no trimestre encerrado em novembro, vindo de 5,7% em setembro e 7,7% em junho.

O impacto de controles cambiais

As restrições à compra de dólares e outras medidas administrativas estão derrubando as importações. Em novembro, caíram a um ritmo anualizado de 20%, na comparação trimestral. Por isso, os saldos comerciais voltaram a crescer, apesar dos preços menores nas exportações, do câmbio real valorizado e de um crescimento ainda razoável da demanda doméstica.



Por conta da melhora do saldo comercial e da menor saída de capitais, o banco central pôde comprar US\$ 2,5 bilhões em dezembro – suficiente para pagamentos de US\$ 2,0 bilhões com dívidas do Tesouro e ainda elevar ligeiramente as reservas para US\$ 46,4 bilhões.

A expansão monetária resultante das intervenções cambiais está reduzindo as taxas de juros. A taxa Badlar está agora próxima a 17%, em comparação a 20% há algumas semanas.

É de se esperar que o governo acelere o ritmo de desvalorização do peso: de 8% em 2011 para cerca de 15% em 2012. Ainda seria um ritmo abaixo da inflação, e ainda geraria apreciação real do

câmbio. Por outro lado, os controles cambiais parecem mais estritos do que se imaginava. E, portanto, subimos nossas projeções para o superávit comercial e para as reservas em 2012 e 2013.

O aumento das reservas, entretanto, virá à custa de menor crescimento. Algumas cadeias produtivas devem sofrer com a dificuldade de importar bens intermediários. O setor imobiliário, onde os negócios ainda são feitos em dólares, praticamente parou. Os controles também aumentam a incerteza, o que tende a reduzir o investimento. Diminuímos nossas projeções de crescimento: em 2012, esperamos 2,5% (antes 2,7%) e, em 2013, 2,8% (antes 3,0%).

Inflação

As restrições às importações reduzem a oferta de bens e, portanto, aumentam a pressão sobre preços. Por isso, mesmo com um cenário de crescimento menor, mantivemos nossas projeções de inflação: 26,5% em 2012 e 28% em 2013.

A pressão maior sobre a inflação virá do peso mais depreciado e dos subsídios eliminados. A prefeitura de Buenos Aires anunciou um aumento de 127% na tarifa de metrô logo que recebeu do governo federal a responsabilidade pelo sistema. Este aumento vai bater mais no bolso do consumidor do que os cortes, até aqui modestos, nos subsídios a gás, eletricidade e água.

Além do controle da depreciação do câmbio, o governo tem procurado pressionar os sindicatos a aceitar aumentos salariais abaixo de 20% como forma de evitar mais inflação. Não tem sido fácil. Uma parte dos bancários, por exemplo, acaba de obter um aumento de 24%. Como os sindicatos não esperam que a inflação ceda, estão demandando mais de seus empregadores.

Outro obstáculo na luta contra a inflação em 2012 é o fato de o banco central ter fixado uma meta de crescimento para o M2 de 26,4% (com um intervalo de +/- 4%), apenas um pouco abaixo do ano passado. O crescimento continua a ter prioridade sobre a inflação.

Financiamento do tesouro e o banco central

O banco central continuará a ser a principal fonte de financiamento do tesouro em 2012. De acordo com o orçamento federal, o banco central aportará US\$ 7,8 bilhões de suas reservas, além de 19 bilhões de pesos em empréstimos e transferência de lucros. É um total de aproximadamente US\$ 12 bilhões (2,2% do PIB) ou dois terços do serviço da dívida. No ano passado o financiamento do BC foi de US\$ 15,4 bilhões.

Argentina

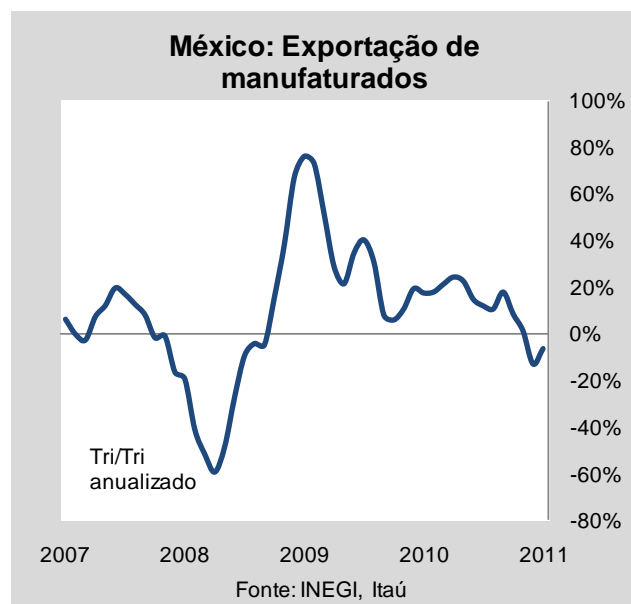
	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica								
Crescimento real do PIB (Estimativa privada) - %	8,6	8,9	3,4	-4,2	8,2	5,8	2,5	2,8
PIB nominal - USD bi	212,5	260,4	324,8	305,5	368,0	452,7	527,0	603,0
População (milhões hab.)	39,0	39,4	39,7	40,1	40,5	40,9	41,3	41,7
PIB per capita - USD	5.452	6.617	8.171	7.611	9.083	11.069	12.765	14.474
Taxa de desemprego - média anual	10,2	8,5	7,9	8,7	7,8	7,3	8,0	8,0
Inflação								
IPC (Estimativa privada) - %	9,8	22,3	20,3	14,9	26,4	22,8	26,5	28,0
Taxa de Juros								
Taxa BADLAR - final do ano - %	9,88	13,63	19,75	10,00	11,25	17,19	22,00	24,00
Balanco de Pagamentos								
ARS / USD - final de período	3,1	3,2	3,5	3,8	4,0	4,3	4,9	5,7
Balança comercial - USD bi	12,3	11,1	12,6	16,9	11,6	10,0	7,0	4,0
Conta corrente - % PIB	3,6	2,7	2,1	3,6	0,7	0,1	-0,3	-0,9
Investimento estrangeiro direto - % PIB	2,6	2,5	3,0	1,3	1,9	1,5	1,5	1,5
Reservas internacionais - USD bi	32,0	46,2	46,4	48,0	52,2	46,4	38,0	30,0
Finanças Públicas								
Resultado nominal - % do PIB	1,8	1,1	1,4	-0,6	0,2	-0,2	-1,5	-1,5
Dívida pública bruta - % PIB	64,3	55,6	44,9	48,2	44,7	38,6	35,7	33,1

Fontes: Banco Central, Haver, INDEC e Itaú

México

Adiando a redução dos juros

A ata da reunião de política monetária de dezembro revelou um banco central menos inclinado a cortes.



A economia se enfraqueceu ao longo do quarto trimestre de 2011. Embora o mercado de trabalho aquecido e o sólido crescimento do crédito estejam sustentando o consumo, as exportações de manufaturas estão em queda e o investimento está crescendo menos. A depreciação do peso está durando mais do que esperávamos. A taxa de juros deve cair em 2012, mas como a comunicação do banco central ficou menos inclinado a cortes, os cortes deve começar só no segundo trimestre.

Após crescer forte no terceiro trimestre, a economia mexicana desacelerou. O IGAE, uma proxy mensal do PIB, recuou 0,6% em outubro após crescer 1,0% em setembro. As exportações continuam a arrefecer. Em

novembro, as exportações de manufaturados contraíram a uma taxa anualizada de 6,7% no trimestre. Apesar de os índices dos gerentes de compras (PMI, na sigla em inglês) do setor manufatureiro terem aumentado em dezembro tanto no México quanto nos EUA, a melhora apenas reverte parte da queda vista recentemente. As importações de bens de capital continuam a crescer menos, assim como o setor de construção. São sinais de investimentos mais modestos.

Por outro lado, o mercado de trabalho aquecido e o forte aumento do crédito continuam a sustentar o consumo. Em nossa opinião, apesar de a taxa de desemprego (5,2%) estar relativamente alta, o mercado de trabalho está na verdade aquecido (a criação de empregos formais cresceu fortemente no quarto trimestre). Os empréstimos ao consumidor estão crescendo a um ritmo anual real de 20% - forte o bastante para ter impacto relevante sobre o consumo, apesar de ser pequeno em relação ao PIB.

Em meio a essas forças opostas, mantivemos nossas projeções de crescimento inalteradas. Estimamos que o PIB tenha crescido cerca de 4,0% em 2011, enfraquecendo em 2012 e 2013 sob o peso da desaceleração dos EUA. Projetamos um crescimento de 2,5% este ano e de 2,0% em 2013.

Inflação

Impulsionados por itens fora do núcleo, a inflação anual subiu para 3,8% em dezembro (dentro do intervalo da meta). O núcleo da inflação permaneceu em nível historicamente baixo: 3,4% (3,3% em novembro). O componente do núcleo referente a serviços - a parte da inflação mais sensível à demanda doméstica - permaneceu abaixo do centro da meta, em 2,4%.

Enquanto isso, o peso continua a ser negociado entre 13,5 e 14,0 por dólar. A depreciação está durando mais do que esperávamos, mas deve desaparecer à medida em que o risco global se normalize. Projetamos o dólar a 12,8 pesos no final de 2012. Por ora, mantemos nossa estimativa de inflação de 2012 em 3,7%.

Política monetária

A ata da reunião de política monetária de dezembro revelou um banco central mais conservador do que esperávamos. Tal como na reunião anterior, os membros do conselho continuam bastante divididos sobre as perspectivas de inflação: o grupo menos inclinado a cortes se preocupa com a economia global; os mais conservador destacam a moeda mais fraca e seu possível impacto sobre a inflação.

A principal novidade na ata de dezembro é que os membros, unanimemente, afirmaram que não há viés para as próximas decisões: a taxa de juros pode subir ou cair. O banco central tem afirmado que, em caso de uma deterioração da economia global, haveria espaço para flexibilizar a política monetária. Muitos analistas (nós inclusive) interpretaram este sinal como um viés de corte.

Em nossa opinião, um aumento da taxa de juros ainda é improvável. Embora todos o conselho se preocupe com a taxa de câmbio, a maioria encontra conforto no fato de que as expectativas de inflação não foram afetadas, até agora, pela depreciação.

Como nossa projeção de crescimento para 2012 é abaixo do intervalo esperado pelo banco central (3,0% - 4,0%), continuamos a projetar cortes nos juros. No entanto, provavelmente os cortes terão que esperar até que o conselho esteja claramente convencido de que o crescimento será menor do que suas previsões atuais. Portanto, deslocamos nossa expectativa de início do ciclo para o segundo trimestre de 2012. Ainda esperamos que a taxa de juros atinja 3,75% até o final de 2012.

México

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica							
Crescimento real do PIB - %	3,3	1,2	-6,1	5,4	4,0	2,5	2,0
PIB nominal - USD bi	1.038,6	1.087,6	880,6	1.037,8	1.072	1.120	1.228
População (milhões hab.)	105,8	106,7	107,6	108,6	109,7	110,8	111,9
PIB per capita - USD	9.818	10.195	8.188	9.553	9.768	10.110	10.973
Taxa de desemprego - média anual	3,7	4,0	5,5	5,4	5,1	5,3	5,5
Inflação							
IPC - %	3,8	6,5	3,6	4,4	3,8	3,7	3,5
Taxa de Juros							
Taxa de política monetária - final do ano - %	7,57	8,25	4,50	4,50	4,50	3,75	4,25
Balanco de Pagamentos							
MXN / USD - final de período	10,87	13,54	13,06	12,36	13,99	12,80	13,00
Balança comercial - USD bi	-10,1	-17,3	-4,7	-3,0	-1,0	-1,5	-1,7
Conta corrente - % PIB	-0,9	-1,5	-0,7	-0,6	-0,8	-1,2	-1,3
Investimento estrangeiro direto - % PIB	2,9	2,4	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0
Reservas internacionais - USD bi	78,0	85,4	90,8	113,6	142,5	152,0	160,0
Finanças Públicas							
Resultado nominal - % do PIB	0,0	-0,1	-2,3	-2,8	-2,0	-2,5	-2,5
Dívida pública líquida - % do PIB	14,9	18,2	29,1	30,7	30,4	31,1	32,0

Fonte: IMF, Haver, Banxico, INEGI e Itaú

Chile

Uma difícil decisão de juros

A demanda doméstica continua forte e a inflação surpreendeu para cima em dezembro. O banco central está focado nos riscos globais e provavelmente vai cortar o juro básico.

O hiato entre oferta e demanda persiste. Desde o terceiro trimestre do ano passado, protestos, greves e outros fatores transitórios afetaram a produção. O consumo, por outro lado, permanece robusto, produto de um mercado de trabalho aquecido e do forte crescimento do crédito.

Em novembro o PIB mensal – Imacec - cresceu 0,8% no mês, estimulado por um salto de 2,9% da produção industrial. No entanto, a tendência da indústria ainda é muito fraca e o crescimento do PIB no quarto trimestre deve ter sido novamente baixo.

Mesmo com pouco crescimento do PIB, a taxa de desemprego manteve-se baixa: 7,1% em novembro, mesmo nível do ano anterior. A criação de empregos está desacelerando, mas a população ocupada ainda está 2,7% acima de um ano atrás. A série histórica dos dados nacionais de emprego no Chile é muito curta para uma conclusão acerca da taxa natural de desemprego, mas dados coletados pela Universidade do Chile mostram a taxa de desemprego em Santiago no seu menor nível em mais de 10 anos. Além disso, os salários estão crescendo bem mais rápido que a produtividade: outro sinal de que mercado de trabalho está aquecido.

O crescimento do crédito está forte, mesmo com as incertezas globais. Em novembro, o total de empréstimos estava 12,5% acima do ano anterior, impulsionado pelo crédito ao consumidor.

Com crescimento do crédito e da renda, o consumo ainda cresce a taxas altas. As vendas no varejo em novembro estavam 8,5% acima do ano passado e estimamos um crescimento parecido na margem.

Contudo a desaceleração das importações de bens de capital e das exportações de produtos ex-mineração sugere que os investimentos e as exportações estão perdendo força.

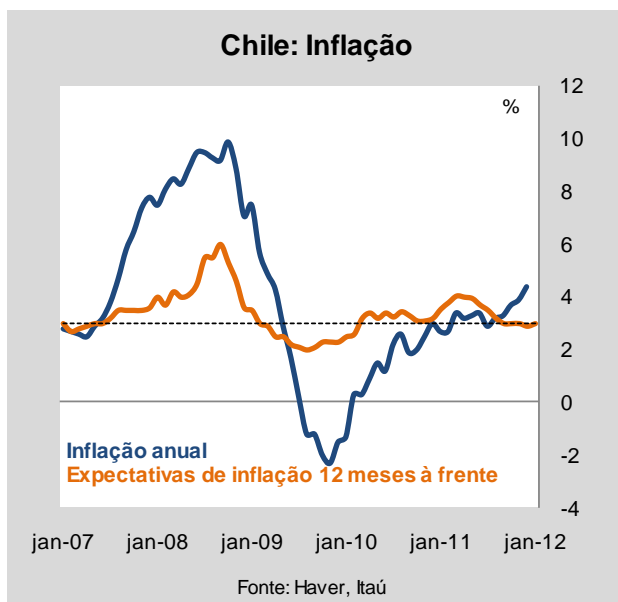
Continuamos projetando crescimento do PIB em 4,2% para 2012 (6,1% para 2011). Para 2013, esperamos crescimento de 4,0%, também abaixo do potencial.

O que devemos esperar para a próxima decisão de juros?

No último relatório de inflação, o BC sinalizou que um ciclo de cortes de juros se iniciará em janeiro. Em seu cenário básico, “a taxa de juros se moverá em linha com o estimado pelo mercado” (nossa tradução).

Isso significa um ciclo de 100 pb, começando com um corte de 25 pb hoje. O banco central reconhece a força da demanda doméstica e o mercado de trabalho aquecido, mas está pondo mais peso nos riscos globais e seus possíveis impactos na economia aberta do Chile.

Como o banco central vai conciliar a sinalização sobre a trajetória de juros com a forte surpresa inflacionária de dezembro? A inflação foi de 0,6% no mês, muito acima de todas as expectativas, levando a variação anual para 4,4% - acima do teto da meta (2-4%).



Os núcleos de inflação (IPCX e IPCX1) também vieram elevados, mas permanecem moderados na comparação anual (em 3,3% e 2,5% respectivamente). As expectativas de inflação não foram afetadas pela maior inflação corrente e permanecem ancoradas em 3%. Porém, analistas agora esperam que o ciclo de cortes comece em fevereiro.

A surpresa na inflação diminui as chances de um corte de juros agora, mas ainda esperamos que o banco central reduza o juro básico em 25pb na sua primeira reunião do ano. Afinal, um único dado não deveria alterar a visão *forward-looking* adotada pelo BC até agora.

Quão profundo será o ciclo de cortes? Ainda esperamos crescimento mundial de 2,7% este ano, enquanto o BC projeta 3,5%. Na nossa visão, o banco central do Chile vai ter mais espaço para cortar juros do que o consenso do mercado, de 100pb. Mantemos nossa expectativa de que o juro básico vai alcançar 3,75% antes do final do ano (150pb de cortes). Em 2013, projetamos os juros subindo para 4,5% até o final do ano.

Chile

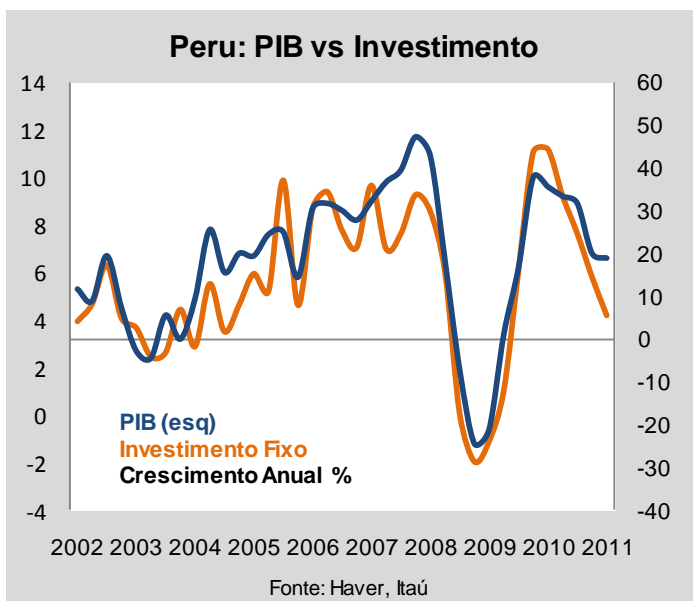
	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica							
Crescimento real do PIB - %	4,9	3,2	-1,5	5,1	6,1	4,2	4,0
PIB nominal - USD bi	164,3	170,7	161,2	203,5	238	243	266
População (milhões hab.)	16,6	16,8	17,0	17,2	17,4	17,6	17,8
PIB per capita - USD	9.907	10.193	9.493	11.836	13.664	13.823	14.949
Taxa de desemprego - média anual	7,0	7,8	11,0	8,3	7,4	7,5	7,7
Inflação							
IPC - %	7,8	7,1	-1,5	3,0	4,4	2,7	2,5
Taxa de Juros							
Taxa de política monetária - final do ano - %	6,00	8,25	0,50	3,25	5,25	3,75	4,50
Balanzo de Pagamentos							
CLP / USD - final de período	496	629	506	468	521	490	495
Balanza comercial - USD bi	23,9	8,5	14,1	15,9	10,6	7,0	5,0
Conta corrente - % PIB	4,6	-2,4	1,6	1,9	-0,5	-1,7	-1,8
Investimento estrangeiro direto - % PIB	7,6	8,9	8,0	7,4	5,8	5,5	5,3
Reservas internacionais - USD bi	16,9	23,2	25,4	27,9	42,0	41,0	42,0
Finanças Públicas							
Resultado nominal - % do PIB	8,6	5,0	-4,6	-0,3	1,0	0,7	0,8
Dívida pública líquida - % do PIB	-13,4	-23,8	-12,9	-8,3	-8,5	-8,6	-8,9

Fonte: IMF, Haver, INE, Banco Central

Peru

Quebrando impasses

A troca de gabinete pode ajudar os investimentos. A economia desacelera, mas não a ponto de justificar cortes de juros já.



Após o fracasso das negociações com os manifestantes contrários a um projeto de mineração no norte do país, o presidente Humala substituiu grande parte de seu gabinete, nomeando Oscar Valdés, um coronel aposentado do exército, como primeiro-ministro. Preocupações iniciais sobre uma militarização do governo foram logo descartadas.

Enquanto a renovação do gabinete significou, para Humala, o fim do apoio do ex-presidente Alejandro Toledo (e seus aliados no Congresso), as mudanças revelaram a disposição do presidente para lidar rapidamente com

um impasse que ameaçava um grande projeto e levantava preocupações sobre toda a carteira de investimentos na mineração.

O crescimento da economia moderou-se no último trimestre de 2011. O PIB mensal desacelerou, crescendo a uma taxa anualizada de 5,1% no trimestre encerrado em outubro. Esperamos um crescimento em torno de 7,0% em 2011. Em 2012 e 2013, continuamos esperando um crescimento abaixo do potencial: 5,0% e 5,2%, respectivamente.

A inflação foi de 0,27% em dezembro, o que representa uma diminuição contra meses anteriores, mesmo após o ajuste sazonal. Mesmo assim, a inflação acumulada em 12 meses encerrou 2011 em 4,7%, muito acima da meta fixada pelo banco central (1-3%), enquanto a média das duas medidas de núcleo que o BC acompanha mais de perto terminou o ano em torno do topo da meta.

A atividade resistente e a inflação alta estão adiando os cortes nos juros. Em dezembro, o banco central manteve a taxa de referência em 4,25% e retirou o viés de corte do comunicado. Ainda assim, esperamos que o ciclo de redução dos juros tenha início em março. Estimamos a taxa de básica em 3,25% no final do ano e em 3,75% no final de 2013.

Apesar da volatilidade global, a taxa de câmbio se valorizou ligeiramente nos últimos meses e o banco central continua a acumular reservas. Em dezembro e nos primeiros 10 dias de janeiro, as compras de dólares totalizaram US\$ 1,7 bilhão.

Peru

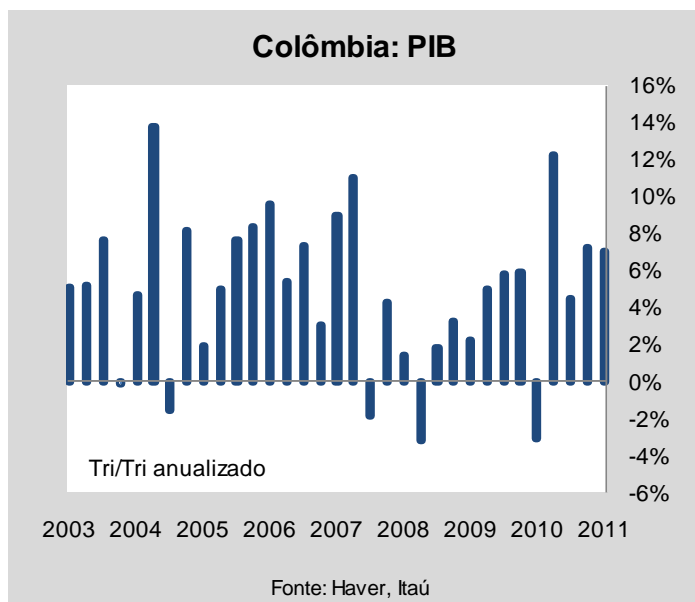
	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica								
Crescimento real do PIB - %	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	7,0	5,0	5,2
PIB nominal - USD bi	92,4	107,2	126,6	127,0	153,6	176	193	205
População (milhões hab.)	27,6	28,2	28,7	29,1	29,6	30,0	30,5	30,9
PIB per capita - USD	3.344	3.799	4.419	4.365	5.197	5.881	6.319	6.616
Taxa de desemprego - média anual	8,5	8,4	8,4	8,4	7,9	8,0	8,2	8,3
Inflação								
IPC - %	1,1	3,9	6,7	0,2	2,1	4,7	2,6	2,0
Taxa de Juros								
Taxa de política monetária - final de período - %	4,50	5,00	6,50	1,25	3,00	4,25	3,25	3,75
Balanco de Pagamentos								
PEN / USD - final de período	3,21	2,98	3,11	2,88	2,82	2,70	2,75	2,75
Balança comercial - USD bi	9,0	8,5	2,6	6,0	6,7	8,7	7,2	6,5
Conta corrente - % PIB	3,0	1,3	-4,1	0,1	-1,5	-1,8	-2,5	-2,8
Investimento estrangeiro direto - % PIB	3,8	5,1	5,5	4,4	4,8	4,5	4,5	4,7
Reservas internacionais - USD bi	17,3	27,7	31,2	33,1	44,1	48,8	53,0	57,0
Finanças Públicas								
Resultado nominal - % do PIB	1,5	1,8	2,2	-1,7	0,0	1,0	0,5	0,2
Dívida bruta do gov. central - % PIB	33,0	29,7	24,2	27,1	23,5	19,9	18,0	16,6

Fontes: Banco Central, Haver, INE, Itaú

Colômbia

Ainda crescendo forte

O forte crescimento e a inflação elevada podem levar o banco central a manter os juros inalterados durante este ano



O PIB cresceu forte no terceiro trimestre de 2011: 7.0% em termos anualizados ante o trimestre anterior. Todos os componentes de demanda vieram fortes: consumo 5,8%, investimento 9,4%, e exportações 7,4%.

Dados de vendas no varejo e da produção industrial sugerem que a atividade desacelerou no quarto trimestre, mas a taxa de desemprego ainda se encontra no nível mais baixo da série. Elevamos nossa expectativa de crescimento de 5,5% para 5,8% em 2011 e de 4,3% para 4,4% em 2012. Para 2013, mantivemos em 4,2%.

Ajudada pela base de comparação favorável, a inflação caiu em dezembro

e fechou o ano em 3,7% (de 4,0% em novembro). No entanto, as medidas de núcleo e as expectativas de inflação estão subindo e estão acima do centro da meta. Esperamos inflação em 3,4% este ano e 3,1% em 2013.

Em dezembro, o banco central da Colômbia manteve a taxa de juros básica em 4,75%, após uma alta de 25pb no mês anterior. O comunicado trouxe um viés neutro, citando o cenário externo desafiador por um lado e, por outro, a dinâmica dos dados domésticos: rápido crescimento do crédito, altos preços de casas, robusta demanda doméstica e inflação - corrente e esperada - alta.

O comitê notou que o crescimento dos empréstimos bancários está “alto e possivelmente se acelerando”, e chamou a atenção para os possíveis desequilíbrios produzidos por uma taxa de juros abaixo da neutra. Por outro lado, o comitê vê como alta a probabilidade de que a economia da zona do euro se contraia na primeira metade de 2012. Posteriormente, a ata revelou que um dos membros do comitê votou por mais uma alta de juros.

Como a última decisão de política monetária ocorreu antes da divulgação do PIB do terceiro trimestre, esperamos que o banco central retome um viés de aperto monetário. Ainda assim, achamos que a preocupação com a crise européia prevalecerá, e esperamos que a taxa de juros básica irá permanecer inalterada durante 2012. Em 2013, os juros provavelmente subirão: esperamos 6,0% ao final do ano.

Colômbia

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica							
Crescimento real do PIB - %	6,9	3,5	1,5	4,3	5,8	4,4	4,2
PIB nominal - USD bi	207,4	244,8	235,6	288,7	312	343	375
População (milhões hab.)	43,9	44,5	45,0	45,5	46,1	46,6	47,2
PIB per capita - USD	4.723	5.507	5.239	6.344	6.775	7.350	7.956
Taxa de desemprego - média anual	11,2	11,3	12,0	11,8	10,8	10,5	9,0
Inflação							
IPC - %	5,7	7,7	2,0	3,2	3,7	3,4	3,1
Taxa de Juros							
Taxa de política monetária - final do ano - %	9,50	9,50	3,50	3,00	4,75	4,75	6,00
Balanco de Pagamentos							
COP / USD - final de período	2015	2244	2044	1914	1943	1850	1870
Balança comercial - USD bi	-2,9	-2,0	0,0	-0,9	1,2	0,8	0,5
Conta corrente - % PIB	-2,9	-2,8	-2,2	-3,1	-3,0	-2,8	-2,6
Investimento estrangeiro direto - % PIB	4,4	4,3	3,0	2,4	2,8	2,6	2,8
Reservas internacionais - USD bi	20,9	24,0	25,4	28,5	33,0	34,5	37,0
Finanças Públicas							
Resultado nominal - % do PIB	-2,8	-1,7	-3,7	-3,5	-3,2	-3,0	-3,0
Dívida pública bruta - % do PIB	32,9	33,2	34,7	34,7	34,8	35,3	35,8

Fonte: FMI, Haver, Banrep e Dane.

Informação relevante

As informações contidas neste relatório foram produzidas pelo Itaú Unibanco Holding, dentro das condições atuais de mercado e conjuntura econômica, com base em informações e dados obtidos de fontes públicas. Tais informações não constituem, tampouco devem ser interpretadas como sendo uma oferta ou solicitação de compra ou venda de um instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. Todas as recomendações e estimativas aqui apresentadas derivam de nosso julgamento e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio. O Itaú Unibanco Holding não se responsabiliza por quaisquer decisões de investimento tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem a expressa autorização prévia do Itaú Unibanco Holding.